

STRATEGIE OBLIGATAIRE *HEBDO*

L'ANALYSE DE LA SEMAINE DU 8 MAI /// N°15-2017

Document destiné aux clients professionnels

Fed : vers une hausse en juin

Points clés

- Remontée des taux vers 2,40% sur le T-Note, 0,44% sur le Bund
- Le baisse du chômage à 4,4% justifie une hausse de la Fed en juin
- Resserrement des *spreads* souverains
- Le crédit surperforme, le *high yield* se resserre

Malgré un communiqué du FOMC insipide, les marchés financiers américains ont salué les bonnes statistiques conjoncturelles. L'indice S&P500 marque un nouveau sommet proche des 2400 points. Le rendement du T-Note à 10 ans pointe à la hausse vers 2,40%. Les emprunts indexés sur les maturités courtes souffrent toutefois du repli du pétrole et le *spread* 10-30 ans s'aplatit. Le crédit américain se resserre. La dette émergente s'échange désormais sous 300pdb contre *Treasuries*.

Le déblocement des positions liées aux élections françaises provoque une remontée du Bund au-delà de 0,40%. La baisse du franc suisse réduit aussi les interventions de la BNS sur le Bund. Cela contribue à une pentification du segment de courbe 2-10 ans. Les *spreads* souverains se resserrent. L'OAT à 10 ans cote 42pdb et le *spread* portugais s'approche de 300pdb (-20pdb). Le crédit *investment grade* en euros surperforme dans le sillage de la hausse des actions. La prime moyenne ressort à 106pdb contre la référence allemande soit 17pdb de resserrement depuis le début de l'année. Les valorisations du *high yield* se sont nettement renchériées.

Sur le marché des changes, l'euro rebondit face au dollar. Le yen japonais perd plus d'1% contre le billet vert.

Quelle est la réelle dynamique de l'inflation américaine ?

L'économie américaine est au plein emploi depuis plus d'un an. Le taux de chômage se situe à 4,4% de la population active en avril. Il s'agit du plus bas niveau depuis 2007. Les créations d'emplois demeurent solides (185k en moyenne sur janvier-avril 2017 selon le BLS) malgré le manque de main d'œuvre qualifiée dans de nombreux secteurs. Le taux de chômage actuel se situe environ 0,5pp sous le niveau jugé incompressible à long terme par la Fed.

Certes, l'inflation des prix à la consommation ne montre pas d'accélération. Le déflateur de la consommation ressort à 1,8%A en mars. Le repli du pétrole depuis fin avril a, par ailleurs, contribué à réduire les anticipations d'inflation à court terme. Le *swap* d'inflation à 2 ans cote à peine 1,5%A. Or, cette évolution traduit l'influence de facteurs exogènes tels que la stratégie de l'OPEP ou la baisse structurelle des prix des biens manufacturés importés. L'inflation est un phénomène endogène provenant des difficultés d'ajustement dans la chaîne de production, dont la mobilité imparfaite des facteurs de production et d'autres rigidités. Le coût du travail par unité produite préfigure ainsi les tensions inflationnistes à moyen terme. Dans l'ensemble du secteur marchand, ces coûts se situent au-dessus de 2% l'an depuis près de 2 ans. Ils atteignent 3% sur un an au 1T17 alors que la moyenne sur les trente dernières années ne dépasse pas 1,7%. Dans le secteur manufacturier, les coûts unitaires sont en hausse de 4,3%A au 1T17 contre 0,2%A en moyenne. Ainsi, la rémunération moyenne du travail évolue conformément à la productivité du facteur.

Le discours consensuel est l'absence de tensions sur l'inflation aux États-Unis. Il existe de sérieuses raisons d'en douter. La Fed a un mandat dual de stabilité des prix à moyen terme et d'emploi soutenable. La politique

monétaire semble désormais incompatible avec ces deux objectifs.

Rester à l'achat sur le T-note

Le marché des *Treasuries* a désormais totalement intégré une hausse de 25pdb des taux en juin. L'OIS à 3 mois (swap de taux Fed Funds au jour le jour) se situe au-delà de 1%. Le marché des swaps sur les Fed Funds projette un relèvement supplémentaire en septembre, voire un second en décembre 2017. Ce rythme de resserrement reste très modeste compte tenu de la position cyclique de l'économie américaine. Le taux à 10 ans est remonté vers 2,40%. Les publications, dont l'emploi et les enquêtes ISM, confortent l'idée défendue par la Fed d'un ralentissement passager au 1T17. Nous estimons le taux d'équilibre à 2,74% actuellement. En outre, le *Treasury Borrowing Advisory Committee* n'a pas rendu un avis favorable au lancement d'un nouvel emprunt à long terme (50 ou 100 ans). Il ne semble pas y avoir suffisamment d'intérêt pour une dette au-delà de 30 ans. Cet avis défavorable a contribué au resserrement du *spread* 10-30 ans. Le Trésor, soucieux de maintenir la liquidité de sa dette au meilleur coût, optera sans doute pour l'émission d'une obligation à 20 ans. En termes de stratégie, nous restons surexposés en sensibilité sur le 10 ans américain. L'attrait du 10 ans devrait contribuer à un élargissement du *spread* 10-30 ans. Le niveau ciblé se situe entre 75 et 80pdb.

En zone euro, le Bund à 10 ans repasse le seuil de 0,40%. Le débouclage des positions fuyant le risque politique français a engendré une remontée ordonnée du rendement allemand à long terme. La volatilité implicite a aussi diminué. Les positions acheteuses d'options d'achat en dehors de la monnaie se sont dépréciées, ce qui est un signe de normalisation des risques cotés sur le marché. L'environnement de croissance solide au premier semestre est désormais bien intégré par les marchés. L'inflation a également surpris à la hausse dernièrement. En outre, la pente de la courbe des taux allemands devrait s'accroître. Selon l'analyse technique de l'action des prix, si le Bund s'établit durablement au-dessus de 0,42%, un test de la résistance de 0,50% est probable à l'horizon des prochaines semaines. La valeur d'équilibre issue de nos modèles reste à 0,56%. Le Bund reste cher actuellement. L'action de la Bundesbank

centrée sur les obligations de maturités inférieures à 5 ans en moyenne entretient aussi la tendance à la pentification. Le *spread* 5-10 ans est remonté de 6pdb par rapport à son plus bas de l'année en avril à 73pdb actuellement. Nous conservons la vue à la pentification sur le segment 2-10 ans avec un objectif de 115pdb. Sur les *swap spreads*, l'effet rareté des titres allemands est la cause de tensions régulières en fin de mois. Il conviendra de s'exposer à la surperformance du Bobl vers la fin de mois (après l'émission de 5 ans cette semaine).

Au Royaume-Uni, la BoE se réunit et présentera ses projections d'inflation. Mark Carney maintiendra sans doute ses taux inchangés à 0,25% mais cette décision pourrait ne pas faire l'unanimité compte tenu des effets néfastes de la hausse de l'inflation (importée) sur le pouvoir d'achat des ménages. Le 2 ans britannique présente ainsi un risque haussier, notamment face à son équivalent américain.

Rally généralisé des spreads souverains

Les *spreads* souverains ont fortement diminué la semaine passée sur tous les émetteurs allant de la France au Portugal. Le positionnement des investisseurs finaux s'était nettement réduit au cours des semaines précédant l'élection française. Le débouclage des stratégies vendeuses d'OATs entamé après le premier tour s'est poursuivi, entraînant un mouvement similaire sur les dettes périphériques. La note de l'Italie a aussi été maintenue à BBB- par S&P, ce qui constitue un soulagement même s'il subsiste un risque d'élections anticipées. Notre positionnement favorable à l'Espagne est inchangé. Le *spread* des *Bonos* à 10 ans s'établit sous 120pdb pour la première fois depuis janvier.

Les spreads de crédit au plus bas de l'année

L'environnement favorable au risque a porté les *spreads* à de nouveaux plus bas en zone euro. Le crédit de bonne qualité cote à 106pdb contre Bund. On observe une nette accélération du resserrement au cours de la quinzaine écoulée. Les financières sont favorisées. Par ailleurs, la *high yield* continue de surperformer avec une baisse de 20pdb des *spreads* sur une semaine (307pdb). L'indice Crossover se situe à peine au-dessus de 250pdb, un niveau n'offrant que peu de prime une fois pris en compte le taux de défaut probable à terme.

Principaux indicateurs de marché

Emprunts d'Etats	9-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Bunds 2 ans	-0.67 %	+5	+14	+10
EUR Bunds 10 ans	0.43 %	+10	+20	+22
EUR Bunds 30 ans	1.23 %	+12	+23	+29
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	110 pdb	+5	+7	+13
USD Treasuries 2 ans	1.35 %	+9	+6	+16
USD Treasuries 10 ans	2.4 %	+12	+2	-4
USD Treasuries 30 ans	3.03 %	+6	+2	-3
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	105 pdb	+3	-4	-20
GBP Gilt 10 ans	1.2 %	+11	+12	-4
JGB 10 ans	0.04 %	+2	-2	-1
Spreads Souverains € (10 ans)	9-mai-17	-1sem (pdb)	-1m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
France	44 pdb	-5	-23	-4
Belgique	41 pdb	-2	-13	+8
Italie	184 pdb	-14	-15	+23
Espagne	119 pdb	-14	-20	+1
Portugal	301 pdb	-23	-63	-55
Points Morts d'Inflation (10 ans)	9-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR OATi	120 pdb	-10	-13	-7
USD TIPS	186 pdb	-3	-9	-11
GBP Gilt Indexé	305 pdb	-6	-20	+3
Swap Spreads (10 ans)	9-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Swap Spread	43 pdb	-4	-8	-3
USD Swap Spread	-7 pdb	-3	-3	+5
Indices Crédit (BarCap)	9-mai-17	-1 sem (pdb)	-1 m (pdb)	dep. 31/12 (pdb)
EUR Crédit OAS	106 pdb	-6	-14	-17
EUR Financières OAS	117 pdb	-7	-16	-22
EUR Agences OAS	48 pdb	-5	-16	-9
EUR Securitized - Covered OAS	52 pdb	-5	-11	-15
EUR High Yield Pan-Européen OAS	307 pdb	-20	-55	-72
Devises	9-mai-17	-1 sem (%)	-1 m (%)	dep. 31/12 (%)
EUR/USD	1.089 \$	-0.17	+2.71	+3.52
GBP/USD	1.294 \$	+0.12	+4.17	+4.85
USD/JPY	114.08 ¥	-1.71	-2.73	+2.52

Source: Bloomberg, Natixis Asset Management

Sélection de nos vues de marché

Emprunts d'Etats	Vue de marché
EUR Bunds 10 ans	=
EUR Bunds 2 ans - 10 ans	+1
EUR Bunds 10 ans - 30 ans	=
USD Treasuries 10 ans	+1
USD Treasuries 2 ans - 10 ans	=
USD Treasuries 10 ans - 30 ans	+1
Spreads Inter-pays	Vue de marché
USD Treasuries - GBP Gilts (10a)	+1
USD Treasuries - EUR Bunds (2a)	=
Spreads Souverains € - Toutes Maturités	Vue de marché
France vs. Allemagne	+1
Pays-Bas vs. Allemagne	-1
Belgique vs. Allemagne	=
Espagne vs. Allemagne	+1
Italie vs. Allemagne	=
Autres Marchés Obliqataires	Vue de marché
EUR Emprunts Indexés (Points Morts)	= / +1
EUR Crédit aux Entreprises	=
EUR Agences (vs. Swaps)	-1
EUR Securitized - Covered (vs. Swaps)	+1
EUR High Yield Pan-Européen	= / +1

Vues sur une échelle de "-2" à "+2", "=" désigne la neutralité
+1 : achat (-1 vente) de spread ou de duration ou pentification

Source: Natixis Asset Management

Rédaction

axel.botte@am.natixis.com

Avertissement

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €

Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738

21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.